

CCC, LPP, Vistula

handel detaliczny

Perspektywa poprawy już w cenach

Spółki detaliczne pokazują solidne dynamiki sprzedaży LFL, co powinno być również widoczne w II półroczu, a wpływ silnego USD/PLN na marżę brutto będzie maleć. Sądzymy jednak, że perspektywy poprawy dla spółek detalicznych są już widoczne w wysokich mnożnikach, a dodatkowo dojdzie nowy podatek, który najbardziej dotknie LPP. Naszym top-pickiem w sektorze pozostaje Vistula Group, która w II półroczu będzie miała istotnie niższe koszty marketingu r/r, a sprzedaż cały czas pokazuje wysokie dynamiki.

W **CCC** w II półroczu ma się odbić marża brutto (co było już widoczne w II kwartale) oraz przyspieszyć LFL (efekt słabej końcówki roku 2015). Uważamy jednak, że oczekiwany przez zarząd wzrost przychodów o 40% w tym roku jest zbyt optymistyczny (prognozujemy 37.5%). Na kolejny rok spółka chciałaby otworzyć aż 120 tys. m² powierzchni (głównie w Europie Centralnej, gdzie sklepy szybciej dochodzą do progu rentowności niż w Niemczech i Austrii), co należy traktować jako cel bardzo ambitny. Nieznacznie obniżamy wycenę akcji CCC ze 172.1 PLN do 160 PLN oraz rekomendację z akumuluj do neutralnie.

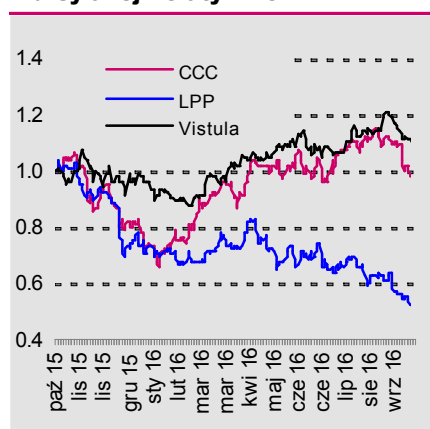
W grupie **LPP** sprzedaż LFL w końcu pokazuje dodatnie wartości (6.6% w II kw., 4.2% w I kw.). Cały czas jest to za mało, aby zrównoważyć tendencję spadającą marży brutto (oczekujemy spadku 4.3 p.p. w całym roku), a dodatkowo zaczęły rosnąć koszty SG&A/m² (10.5% w II kw.). Niestety w tegorocznych wynikach spółka zaksięguje jeszcze odpis na zamykaną markę Tallinder w wysokości 26 mln PLN. Po najgorszym roku od wielu lat, 2017 r. powinien przynieść pewną poprawę (kontynuacja dodatnich LFL, niewielkie odbicie marży). Jednak dochodzi nowy podatek, na który spółka przeznaczy ok. 40 mln PLN. Według naszych prognoz spółka notowana jest przy C/Z 32.7 na ten rok oraz 26.6 na przyszły. Obniżamy wycenę z 5430 PLN do 3858 PLN utrzymując rekomendację neutralnie.

Dynamiki przychodów w **Vistula Group** (+16.1% w I półroczu) pozostają na solidnym poziomie. Wprowadzie zyski I półroczu nie były spektakularne (EBITDA 26.3 mln PLN, +6.9% r/r, zysk netto 12.1 mln PLN, +19.8% r/r) jednak zaważyły na nich znacząco wyższe koszty marketingu (+4.5 mln PLN r/r). W II półroczu oczekujemy istotnej poprawy wyników, gdyż koszty marketingu powinny spaść o 2 mln PLN r/r. Obniżamy naszą wycenę z 3.94 PLN do 3.81 oraz rekomendację z kupuj do akumuluj.

rekomendacja cena cena docelowa

CCC	neutralnie	168	160
LPP	neutralnie	3 950	3 858
Vistula	akumuluj	3.21	3.81

Kursy akcji relatywnie



Marcin Palenik, CFA

+48 22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
CCC													
2015 *	2 307.7	248.6	307.7	187.6	6.5	8.1	29.2	34.0	5.7	1.8%	27.1	21.9	22.4
2016p *	3 172.8	319.6	384.2	248.6	7.7	9.4	33.8	25.6	4.9	1.9%	21.1	17.6	22.8
2017p *	3 973.0	418.3	497.2	315.8	9.5	11.6	40.1	20.2	4.1	1.9%	16.1	13.6	23.8
LPP													
2015	5130.3	503.1	726.7	352.0	198	323	1062	20.3	3.7	0.8%	15.4	10.7	18.6
2016p	5979.1	284.4	555.6	218.7	123	275	1149	32.7	3.4	0.8%	27.3	14.0	10.7
2017p	6744.9	352.5	624.3	268.8	151	304	1260	26.6	3.1	0.9%	22.0	12.4	12.0
Vistula													
2015	517.7	46.9	59.4	28.2	0.16	0.23	2.6	19.7	1.2	0.0%	14.0	11.0	6.2
2016p	603.2	52.9	66.6	35.4	0.20	0.28	2.8	15.6	1.1	0.0%	12.4	9.8	7.2
2017p	684.0	58.8	73.1	41.2	0.24	0.32	3.1	13.4	1.0	0.0%	11.1	9.0	7.7

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN, *zysk netto skorygowany o aktywo podatkowe

Informacje dotyczące powiązań Millennium DM ze spółką, będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

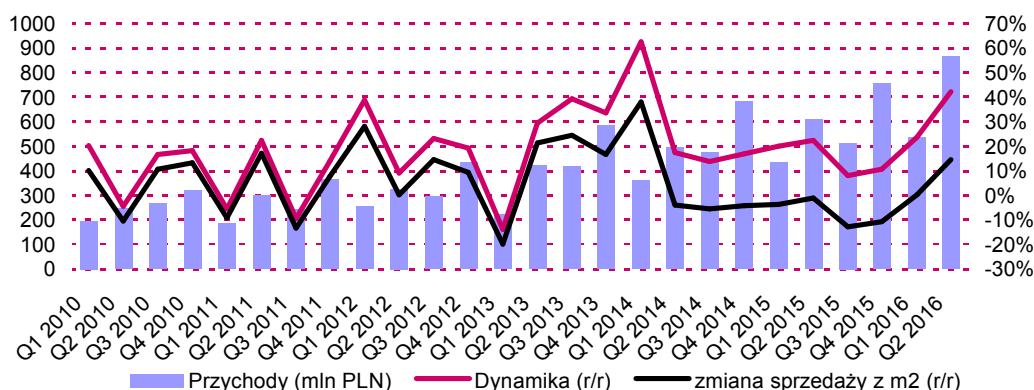
CCC

Perspektywa dobrej dynamiki w II półroczu

Zarząd oczekuje, że w całym 2016 r. sprzedaż wzrośnie o 40% dzięki wzrostowi powierzchni o 27% (100 tys. m²), kilkunastu procent LFL oraz dzięki przejęciu sklepu eobuwie.pl (który powinien dodać ok. 250-300 mln PLN). To by oznaczało, że w samym II półroczu wzrost przychodów wyniósłby 45%. Sądzymy, że to raczej scenariusz optymistyczny, szczególnie, że w lipcu wzrost wyniósł 27.9%, a w sierpniu 31.9% (mimo ok. 15% ujemnych LFL rok wcześniej). Wprawdzie sprzedaż w końcówce roku powinna być bardzo dobra (po kilkanaście procent LFL), jednak w całym roku oczekujemy wzrostu sprzedaży na poziomie 37.5%, a nie 40%.

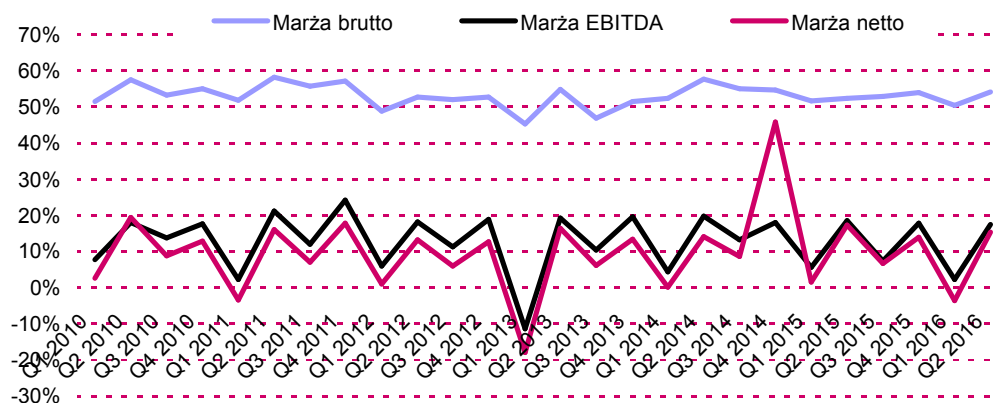
Bardzo dobre wyniki sprzedażowe osiąga spółka eobuwie.pl, która w I półroczu zwiększyła przychody o ok. 100% do 109.3 mln PLN, choć na cały rok plan zakładał dynamikę 75%. Sprzedaż rośnie szybciej za granicą niż w Polsce - udział krajowej sprzedaży spadł do ok. 60% z ponad 80% rok wcześniej. W spółce eobuwie.pl już są widoczne obiecane synergie po przejęciu z CCC. Spółka internetowa dzięki środkom na kapitał zapasowy mogła wynegocjować lepsze stawki od dostawców płacąc od razu za zamówiony towar. Dodatkowo silny właściciel uwiarygodnił standing finansowy spółki internetowej. Polityka CCC nadal będzie polegać na pozostawieniu dużej niezależności spółki eobuwie.pl i niezbyt dużej sprzedaży produktów CCC tym kanałem. CCC natomiast będzie budować własny sklep internetowy dla swoich głównych produktów. Ma on generować ok. 3% przychodów w ciągu kilku najbliższych lat.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r



Źródło: CCC S.A.

Marże brutto, EBITDA i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: CCC S.A.

Oprócz lepszych dynamik przychodów spółka liczy również na wzrost marży w II półroczu, a na pewno ma ona nie być niższa r/r. W I półroczu kursy walutowe jeszcze wpływały negatywnie r/r, ale teraz ten problem nie powinien być już widoczny (wprawdzie w I kw. marża jeszcze spadała o 1.2 p.p. r/r, ale w II kw. widoczne było już odbicie o 1.6 p.p.). Biorąc pod uwagę cykl rotacji zapasów, nawet ewentualny wzrost USD/PLN nie wpłynie już negatywnie II półrocze.

Rok 2017 kolejnym okresem silnego rozwoju

Po planowanym na ten rok wzroście powierzchni o 100 tys. m² (+27% r/r na koniec roku), zarząd oczekuje przyrostu powierzchni o 120 tys. m² w 2017 r. (+25% r/r). Sądzymy, że jak to było w przeszłości, rzeczywisty przyrost będzie niższy (zakładamy 20% wzrostu, czyli 94 tys. m²). Nowym kierunkiem, gdzie spółka chce zintensyfikować rozwój jest Rosja. W tym momencie spółka ma tam 9 sklepów franczyzowych o łącznej powierzchni 4.7 tys. m². CCC kupi jednak 75% udziałów rosyjskiej spółki 3S Retail, która jest wyłącznym dystrybutorem towarów CCC w Rosji. Po tym przejęciu zarząd chce otwierać w Rosji ok. 20 sklepów rocznie (co dałoby kilkanaście tys. m² przyrostu). Zarząd ocenia, że inwestycje w Rosji nie przekroczą 50 mln PLN. Prezes Miłek ocenia, że po kryzysie konkurencja albo wyszła z rynku albo jest mocno osłabiona. Oceniamy ruch spółki bardzo pozytywnie. Widać oportunistyczne podejście do biznesu. Spółka oceniała kilka lat temu, że w Rosji jest zbyt drogo (czynsze) dla CCC, teraz po spadkach nawet o 70% spółka widzi szanse szybkiego rozwoju. W kolejnych latach poprzez Rosję spółka chce wchodzić do Kazachstanu i Gruzji.

Straty w Europie Zachodniej zaniżają zyski

Strata operacyjna w Europie Zachodniej wyniosła w I półroczu 35.9 mln PLN (21.8 mln PLN straty w I półroczu 2015). Zarząd twierdzi, że rozwój w tym regionie w pewnym sensie jest finansowany przez działalność w Europie Środkowo-Wschodniej, gdzie zysk wyniósł 34.2 mln PLN (rok wcześniej 27.9 mln PLN). Jednak całoroczna strata w Europie Zachodniej nie powinna przekroczyć 40-45 mln PLN, natomiast zysk w Europie Środkowo-Wschodniej będzie w okolicach 100 mln PLN.

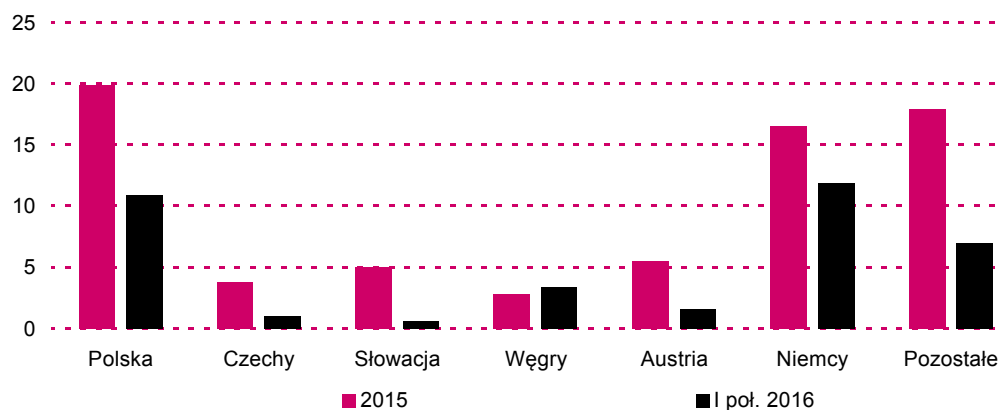
Celem spółki na najbliższe lata jest osiągnięcie progu rentowności w Niemczech i Austrii, co okazuje się trudniejsze niż zarząd wcześniej oczekiwał. Sukces lub jego brak w Niemczech i Austrii jest kluczowy dla kwestii: czy CCC ma nadal na tyle duży potencjał wzrostu, który uzasadnia obecne wysokie mnożniki, po których spółka jest notowana. Zarząd wierzy w rynek niemiecki i austriacki. I wprawdzie wyniki są słabsze niż wcześniej oczekiwał, to raczej jest to efekt zbyt dużego wcześniejszego optymizmu niż wysokiego prawdopodobieństwa porażki. Przyrost powierzchni w Niemczech w I połowie roku wyniósł 12 tys. m² z 29.3 tys. m² całkowitego przyrostu w grupie. Niemcy są pierwszym krajem, gdzie przyrost powierzchni był szybszy niż w Polsce (+11 tys. m²) i sieć w tym kraju (46.8 tys. m²) już jest największa po sieci w Polsce. Narastający wzrost sprzedaży LFL na koniec czerwca wyniósł 11.8%. W Austrii, choć sprzedaż jest lepsza na m² niż w Niemczech przyrosty nie są aż tak zadowalające - w I półroczu wzrost LFL wyniósł 2.0%. Marża brutto z Europie Zachodniej jest wyższa o ok. 10-11 p.p. niż w Polsce oraz o 3-4 p.p. niż w pozostałej części Europy Środkowo-Wschodniej.

Biorąc pod uwagę wyniki za cały 2015 r. biznesu w Europie Zachodniej (201 mln PLN przychodów, 65.5% marży brutto oraz strata segmentu 34.4 mln PLN), szacujemy jej sprzedaż na m² będzie musiała wzrosnąć o min. 30%, aby jako całość osiągnęła break even. Osiągnięcie tego celu w ciągu najbliższych 2-3 lat jest naszym zdaniem bardzo ambitnym celem.

Prognoza i rekomendacja

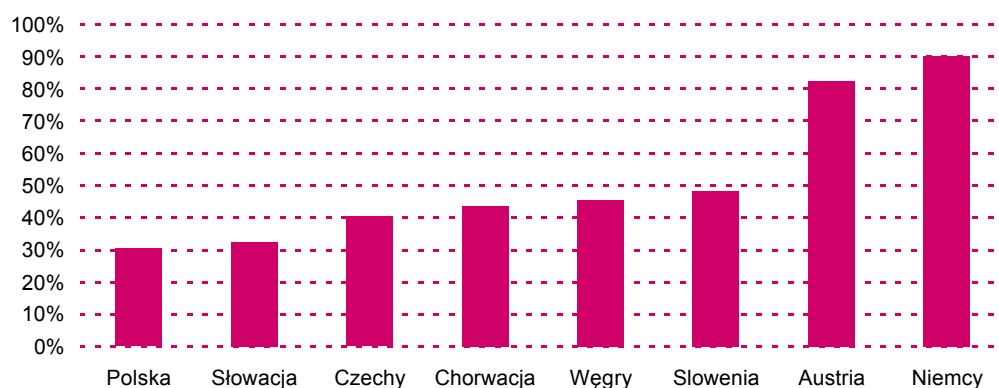
Po nieznacznie słabszych wynikach w I półroczu niż oczekiwaliśmy w poprzednim raporcie, obniżamy naszą całoroczną prognozę EBITDA o 7.9% z 414 do 384.2 mln PLN, a zysk netto o 8.4% z 320 do 295.4 mln PLN. Na zbliżonym poziomie dokonaliśmy również obniżek wyników na kolejne lata. W związku z obniżką prognoz oraz spadku wskaźników spółek porównywalnych obniżamy naszą wycenę akcji ze 172.1 PLN do 160.0 PLN oraz rekomendację z akumuluj do neutralnie.

Przyrost pow. w najważniejszych krajach



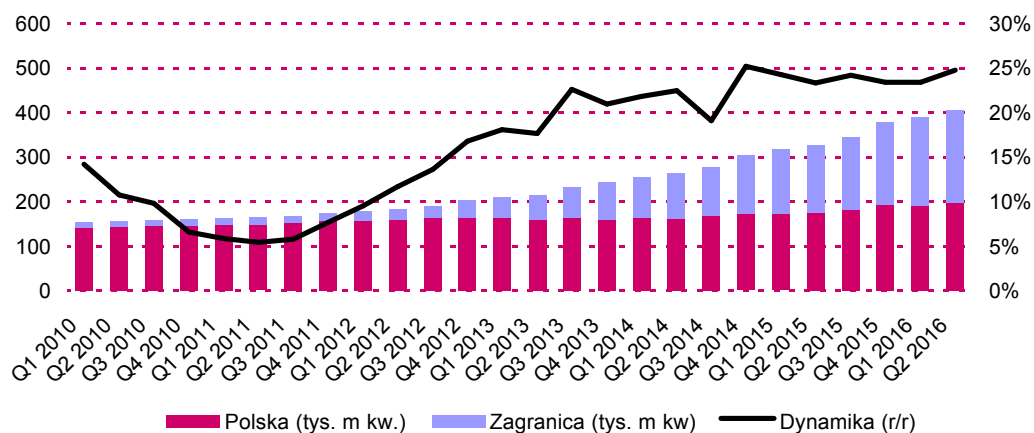
Źródło: CCC S.A.

Koszty sprzedaży jako % przychodów



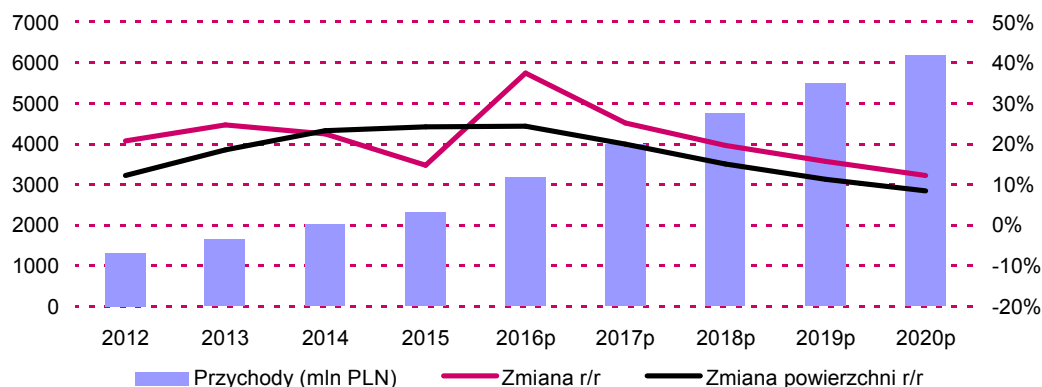
Źródło: CCC S.A.

Łączna powierzchnia sieci sprzedaży w poszczególnych kwartałach



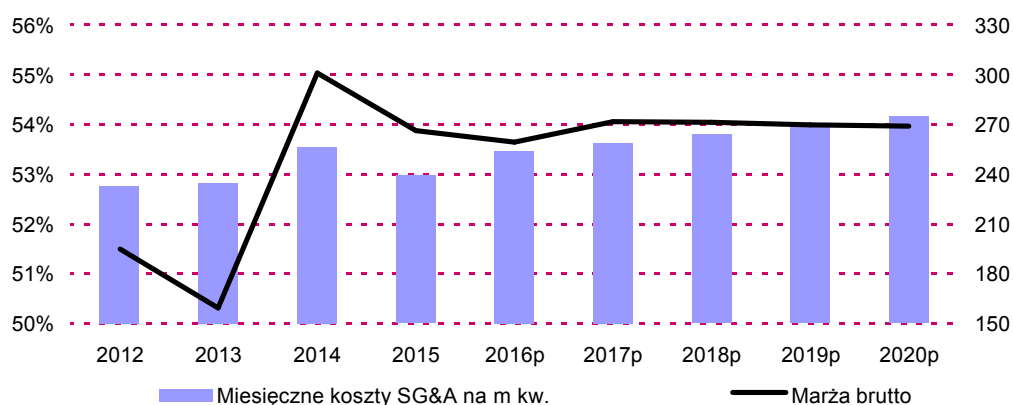
Źródło: CCC S.A.

Prognoza przychodów i rozwój powierzchni sieci



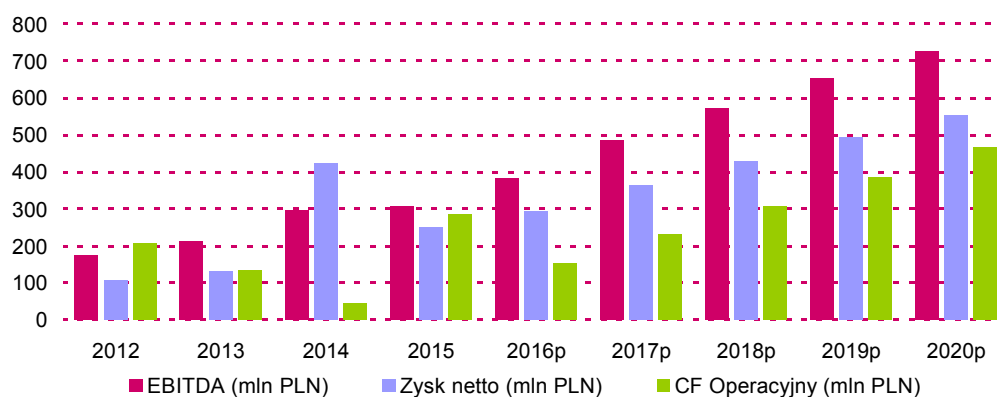
Źródło: CCC S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza marży brutto oraz kosztów SG&A



Źródło: CCC S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza zysków i cash flow



Źródło: CCC S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena CCC

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek detalicznych oraz CCC. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 7031 mln PLN, czyli 183.1 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 5257 mln PLN (136.9 PLN na akcję). Oba metodom przypisaliśmy wagę po 50% i uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 6144 mln PLN, czyli 160 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną obniżamy rekomendację z akumuluj do neutralnie.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	7031	183.1
Wycena porównawcza	5257	136.9
Wycena spółki CCC SA	6144	160.0

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2016-2025,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2025 roku na poziomie 2.9%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0
- ❑ Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2025 na 3.0%,
- ❑ Założyliśmy wzrost powierzchni sieci sklepów w latach 2016 i 2017 odpowiednio o 95 i 94 tys. m², a następnie spadającą dynamikę rozwoju z 15% w roku 2018 do 5.5% w roku 2026
- ❑ Założyliśmy wzrost sprzedaży z m² powierzchni sklepów na 5% w 2016 r., 4% w 2017, 3% w 2018 r. oraz 2% w latach kolejnych
- ❑ Założyliśmy wzrost marży brutto biznesu stacjonarnego do 55% w roku 2016 (1.1 p.p. r/r) oraz 55.5% w latach kolejnych
- ❑ Oczekujemy wyniku EBITDA spółki eobuwie.pl na poziomie 42 mln PLN w 2016 r., wzrostu o 30% w 2017 r., 20% w 2018 i 2019 r., 15% w 2020 r. oraz 10% w latach kolejnych
- ❑ Szacujemy podatek handlowy na poziomie 12 mln PLN w 2017 r.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	>2025
Sprzedaż	3173	3973	4754	5500	6174	6825	7545	8310	9092	9887	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	259	329	395	458	515	569	629	693	759	825	
Amortyzacja	65	79	85	89	91	92	93	94	96	97	
Inwestycje	-407	-157	-142	-125	-107	-114	-123	-120	-117	-113	
Zmiana kap.obrotowego	-206	-212	-207	-198	-179	-173	-191	-203	-207	-211	
FCF	-289	39	130	224	321	374	408	465	530	598	14221
Zmiana FCF	-		231.6%	72.4%	43.0%	16.6%	9.3%	13.7%	14.1%	12.8%	3.0%
Dług/Kapitał	12.3%	13.0%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
Stopa wolna od ryzyka	1.5%	1.5%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	2.5%	2.5%	2.8%	2.9%	3.1%	3.3%	3.4%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%
Koszt kapitału	6.5%	6.5%	6.8%	6.9%	7.1%	7.3%	7.4%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%
WACC	5.9%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.7%	6.9%	7.0%	7.1%	7.3%	7.3%
PV (FCF)	-243	31	96	155	206	222	225	236	248	258	6137
Wartość DCF (mln PLN)	7570	w tym wartość rezydualna					6137				
dług netto	-373										
wartość udz. Mniejsz.	-165										
Wycena DCF (mln PLN)	7031										
Liczba akcji (mln)	38.4										
Wycena 1 akcji (PLN)	183.1										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny spółki CCC na przyjęte założenia

PLN	stopa R_r rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%
	3.5%	108	122	139	165	202	266	396
	4.0%	103	115	130	152	182	231	320
	2.9%	115	130	152	183.1	232	324	552
	5.0%	95	104	116	132	153	185	234
	5.5%	91	100	110	124	143	168	208

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 183.1 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy spółki zagraniczne działające w branży detalicznej oraz LPP i Vistula Group. Wartość spółki CCC oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza do spółek detalicznych

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
LPP SA	LPP	14.0	12.4	9.9	27.3	22.0	15.3	32.7	26.6	18.1
VISTULA GROUP SA	VST	9.8	9.0	8.4	12.4	11.1	10.2	15.6	13.4	11.9
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	HMB	11.5	10.1	9.1	14.7	13.0	11.7	19.5	17.2	15.7
INDITEX	ITX	18.5	16.5	14.8	23.6	20.9	18.7	31.7	28.1	25.2
MARKS & SPENCER GROUP PLC	MKS	5.3	5.1	4.9	9.1	8.7	8.4	9.2	9.0	8.4
URBAN OUTFITTERS INC	URBN	9.1	8.6	7.8	12.9	11.9	10.9	22.3	20.5	18.9
Mediana		10.6	9.5	8.7	13.8	12.5	11.3	20.9	18.9	16.9
Dług netto										
Wyniki spółki (mln PLN)	-373	384	497	585	320	418	500	295	366	430
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)										
		3717	4370	4739	4032	4843	5265	6165	6911	7273
Wycena		5 257								
Wycena na 1 akcję		136.9								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki CCC na 136.9 PLN.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
przychody netto	2 011.9	2 307.7	3 172.8	3 973.0	4 753.8	5 499.7
Koszty sprzedanych towarów	904.5	1 064.5	1 470.6	1 825.4	2 184.4	2 530.0
zysk brutto na sprzedaży	1 107.4	1 243.2	1 702.2	2 147.6	2 569.5	2 969.7
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	852.1	1 006.5	1 397.4	1 747.1	2 090.2	2 414.2
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-8.0	11.9	14.8	17.8	20.4	22.7
EBITDA	297.9	307.7	384.2	497.2	584.6	667.3
EBIT	247.3	248.6	319.6	418.3	499.7	578.2
saldo finansowe	-18.4	-22.6	-13.5	-24.5	-24.8	-23.3
zysk przed opodatkowaniem	228.9	226.0	306.1	393.8	474.9	554.9
podatek dochodowy	193.9	24.6	-2.2	-16.5	-31.9	-47.0
zysk mniejszości	0.0	0.0	-8.5	-11.1	-13.3	-15.9
zysk netto	422.8	250.6	295.4	366.2	429.8	492.0
EPS	11.0	6.5	7.7	9.5	11.2	12.8

Bilans (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
aktywa trwałe	798.1	898.4	1 234.6	1 303.2	1 350.9	1 376.6
wartości niematerialne i prawne	9.1	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
rzeczowe aktywa trwałe	522.0	570.8	907.0	975.6	1 023.3	1 049.0
inwestycje długoterminowe i rmk	267.0	309.8	309.8	309.8	309.8	309.8
aktywa obrotowe	996.2	1 110.9	1 031.2	1 280.2	1 580.4	1 961.4
zapasy	736.7	682.6	906.8	1 135.5	1 358.6	1 571.8
należności	95.7	82.9	114.0	142.7	170.8	197.6
inwestycje krótkoterminowe	163.8	345.4	10.5	2.0	51.1	192.1
aktywa razem	1 794.3	2 009.3	2 265.8	2 583.4	2 931.4	3 338.0
kapitał własny	955.8	1 120.4	1 296.8	1 539.2	1 843.0	2 207.5
zobowiązania i rezerwy	838.5	888.9	969.0	1 044.2	1 088.3	1 130.5
zobowiązania długoterminowe	216.0	296.0	296.0	296.0	296.0	296.0
zobowiązania krótkoterminowe	580.4	553.3	633.4	708.6	752.7	794.9
pasywa razem	1 794.3	2 009.3	2 265.8	2 583.4	2 931.4	3 338.0
BVPS	24.9	29.2	33.8	40.1	48.0	57.5

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
wynik netto	422.8	250.6	295.4	366.2	429.8	492.0
amortyzacja	50.6	59.1	64.6	78.9	84.9	89.0
zmiana kapitału obrotowego	-215.8	11.5	-206.3	-212.2	-207.1	-197.8
gotówka z działalności operacyjnej	45.3	287.0	153.7	231.9	308.4	386.2
inwestycje (capex)	-195.5	-123.4	-406.5	-156.6	-142.4	-124.9
gotówka z działalności inwestycyjnej	-198.2	-112.1	-400.8	-147.5	-132.7	-114.7
wypłata dywidendy	-61.4	-115.2	-119.0	-122.9	-126.7	-130.6
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
zmiana zadłużenia	249.9	140.8	31.2	30.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	188.4	25.6	-87.8	-92.9	-125.7	-128.6
zmiana gotówki netto	35.5	200.5	-334.9	-8.5	50.0	143.0
DPS	1.60	3.00	3.10	3.20	3.30	3.40
CEPS	12.3	8.1	9.4	11.6	13.4	15.1
FCFPS	-5.0	4.5	-5.9	3.9	7.2	10.6

Wskaźniki (%)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
zmiana sprzedaży	22.4%	14.7%	37.5%	25.2%	19.7%	15.7%
zmiana EBITDA	43.6%	3.3%	24.9%	29.4%	17.6%	14.1%
zmiana EBIT	45.6%	0.5%	28.6%	30.9%	19.5%	15.7%
zmiana zysku netto	234.6%	-40.7%	17.9%	23.9%	17.4%	14.5%
marża EBITDA	14.8%	13.3%	12.1%	12.5%	12.3%	12.1%
marża EBIT	12.3%	10.8%	10.1%	10.5%	10.5%	10.5%
marża netto	21.0%	10.9%	9.3%	9.2%	9.0%	8.9%
sprzedaż/aktywa (x)	1.1	1.1	1.4	1.5	1.6	1.6
dług / kapitał (x)	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2
odsetki / EBIT	-7.4%	-9.1%	-4.2%	-5.9%	-5.0%	-4.0%
stopa podatkowa	84.7%	10.9%	-0.7%	-4.2%	-6.7%	-8.5%
ROE	44.2%	22.4%	22.8%	23.8%	23.3%	22.3%
ROA	23.6%	12.5%	13.0%	14.2%	14.7%	14.7%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-414.2	-373.4	-739.5	-778.0	-728.9	-587.9

Źródło: prognozy Millennium DM

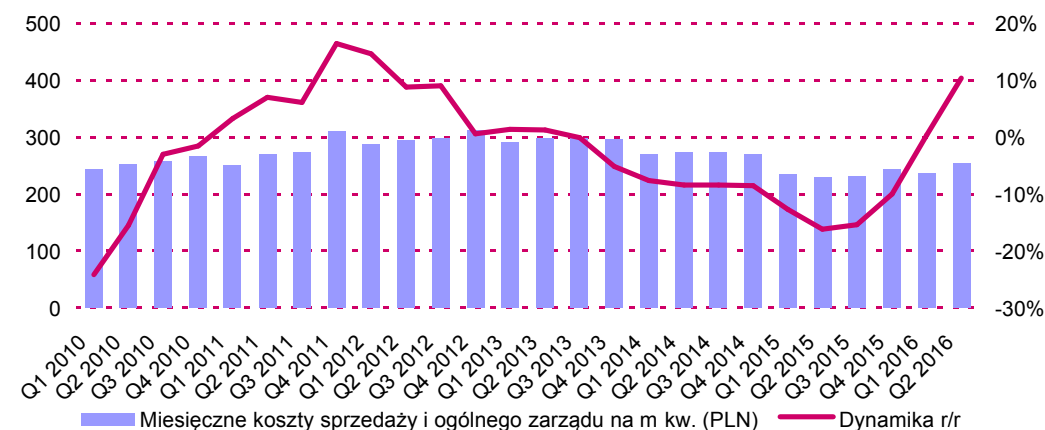
LPP

Jeszcze słabsze wyniki przez wzrost kosztów SG&A/m²

Kwartalne wyniki LPP zawiodą ostatnio inwestorów i to pomimo wcześniejszego podawania przez spółkę miesięcznych poziomów przychodów i marży brutto. W II kw. EBITDA wyniosła 153 mln PLN w porównaniu ze 183 mln PLN oczekiwanych przez rynek. Główną przyczyną rozbieżności s¹ koszty SG&A/m², które zaczęły mocno rosnąć.

W latach 2014-2015 koszty personelu były relatywnie stabilne, a dodatkowo spółka potrafiła renować umowy najmu obniżając koszty w tym zakresie, dzięki czemu koszty SG&A/m² spadały. Od początku tego roku ta tendencja się odwróciła. Jeszcze w I kw. wzrost wyniósł tylko 1% r/r (ok. 4% wzrost kosztów personelu na 1 m²), jednak w II kw. nastąpiło przyspieszenie tej niekorzystnej tendencji. W II kw. koszty SG&A na 1 m² wzrosły już o 10.5% r/r. I wprawdzie częściowo był to efekt rosnącego udziału Niemiec w kosztach grupy (już 9%), to poza tym czynnikiem koszty na 1 m² i tak wzrosły o 6.5% r/r. Po raz pierwszy od 3 lat zaczęły rosnąć koszty najmu, a koszty personelu na 1 m² wzrosły o 16%. Presja na płace i problemy ze znalezieniem pracowników będą w kolejnych kwartałach się nasilać, a wyższy kurs EUR/PLN r/r nie pozwoli na dalszy spadek kosztów czynszów. Na koszty zarządu dodatkowo wpłynęły rozbudowa e-commerce oraz wyższa amortyzacja centrum logistycznego i siedziby.

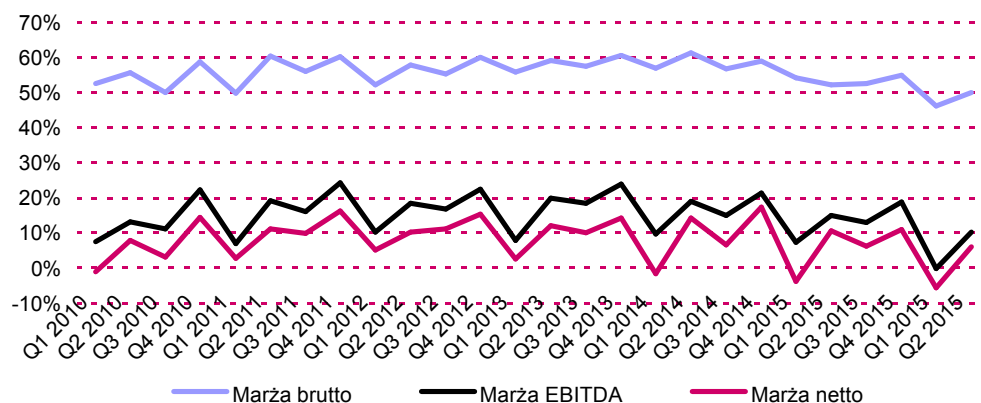
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w przeliczeniu na m² powierzchni



Źródło: LPP S.A.

Wzrost kosztów SG&A spotkał się z innymi negatywnymi tendencjami widocznymi już w poprzednich kwartałach. Marża brutto spadała w II kw. siódmy kwartał z rzędu. Niestety gdy wydawało się, że tendencja spadku marży zaczęła wyhamowywać w II kw. (spadek o 2.3 p.p. r/r), to w lipcu i sierpniu spadki marży wyniosły aż 8 p.p. (co częściowo było związane z wprowadzeniem bardziej agresywnej polityki wyprzedażowej). Spółka zapowiada, że w całym roku spadek marży brutto nie będzie większy niż 3-4 p.p. To by jednak musiało oznaczać, że w kolejnych miesiącach marża brutto spadnie tylko o 2 p.p. Sądzymy, że jest to mało prawdopodobne i zakładając spadek w końcówce roku o 4 p.p., w całym 2016 r. marża brutto spadnie o 4.7 p.p. To by oznaczało marżę w całym roku na poziomie 48.8% - najniższym od debiutu spółki na GPW. Na marżę wpłynęła presja konkurencyjna na rynku polskim oraz zmiana polityki wyprzedażowej spółki. Niestety nie sądzymy, aby spółka uzyskała istotną poprawę marży w kolejnym roku nawet w wypadku stabilizacji USD/PLN. LPP nadal chce inwestować w poprawę produktów RESERVED, a ważniejszym celem niż marża jest sprzedaż LFL. Trudno też oczekiwać mniejszej presji konkurencyjnej.

Marże brutto, EBITDA i netto w poszczególnych kwartałach

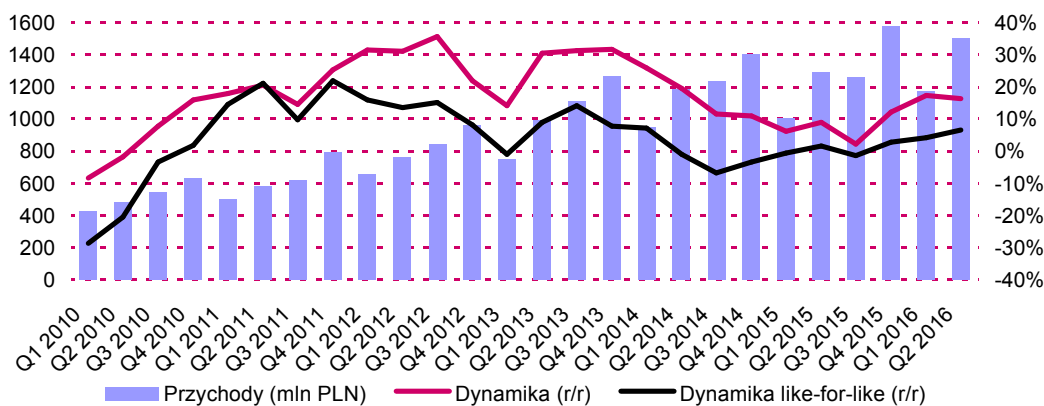


Źródło: LPP S.A.

Poprawa LFL wszędzie oprócz w RESERVED

Po słabym okresie dynamik LFL w roku 2014 (-2.5%) oraz 2015 (+0.6%), spółka zaczyna pokazywać znaczną poprawę w tym zakresie. Wzrost LFL +6.6% w II kw. był najwyższym poziomem od 3 kw. 2013. Niedobrym sygnałem był jednak ujemny poziom LFL w Niemczech (rok wcześniej działało 6 sklepów w tym kraju). Wstępna faza rozwoju wymagałaby stałego wzrostu sprzedaży w celu osiągnięcia break even w kolejnych latach. Największym problemem spółki pozostaje LFL głównej marki RESERVED. Tutaj LFL wyniósł -3%, a w samej Polsce -8%. Zarząd stawia sobie jako jeden z priorytetów powrót do dodatnich LFL dla RESERVED. Pytanie na ile jest to możliwe biorąc pod uwagę silne nasycenie rynku tą marką w kraju.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r

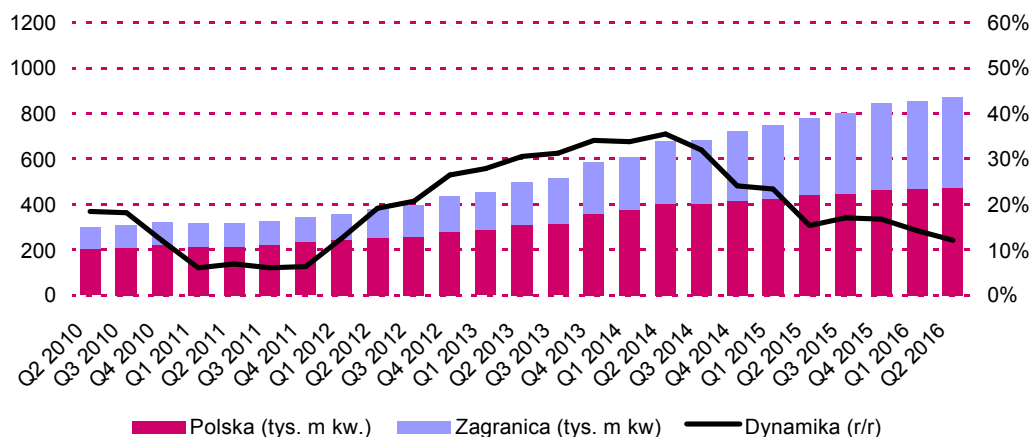


Źródło: LPP S.A.

Kolejna obniżka wzrostu powierzchni

Spółka po raz kolejny obniżyła prognozę wzrostu powierzchni na 2016 r. Pod koniec ub. r. spółka planowała na ten rok wzrost o 14%, który następnie został obniżony do 11%, potem do 10% a najnowsza prognoza to 9%. Obniżenie planów nastąpiło w części Bliskiego Wschodu oraz w krajach UE poza Polską. Widać, że w związku ze słabszymi wynikami w całej grupie spółka musi spowolnić rozwój, szczególnie w rejonach, które nie są rentowne. Niestety wzrost o 9% musi mocno zmieniać postrzeganie spółki, która jeszcze w 2014 r. zwiększała powierzchnię w tempie 23%. Rok temu było to jeszcze 17%, a spadek zbliżony do 10% wydawał się wcześniej chwilowym spowolnieniem. Naszym zdaniem aktualnie należy oczekiwać, że spółka będzie się w najbliższych latach rozwijać co najwyżej o 10% rocznie. Na szybszą ekspansję nie będzie pozwalały słabe wyniki oraz brak atrakcyjnych szans rozwoju. Istotną część przyrostu powierzchni to powiększenia dotychczasowych sklepów (liczba sklepów ma w tym roku wzrosnąć o 4% w całej grupie).

Łączna powierzchnia sieci sprzedaży w poszczególnych kwartałach



Źródło: LPP S.A.

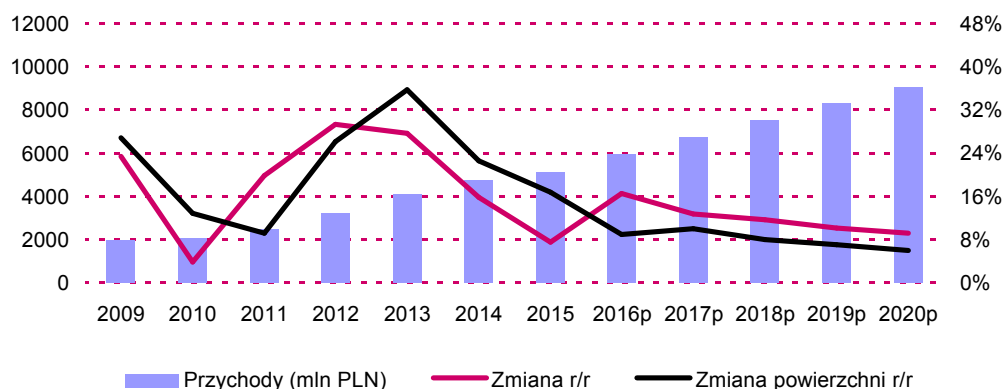
Rezygnacja z marki Tallinder

Spółka podjęła decyzję o rezygnacji z rozwoju marki Tallinder. Poziom sprzedaży okazał się być trzykrotnie niższy od początkowych planów. Szacunkowe straty marki Tallinder za cały 2016 rok mogą wynieść około 20 mln PLN, przy pierwotnie planowanej stracie w wysokości około 1 mln PLN. Spółka szacuje, że wysokość rezerwy w 2016 koniecznej do przeprowadzenia procesu zamknięcia marki Tallinder wyniesie ok. 26 mln PLN. LPP wprowadził markę w styczniu i aktualnie prowadzi 8 sklepów pod tą marką. Przyczyną porażki mógł być dużo bardziej wymagający rynek na dobra z wyższej półki cenowej lub brak wystarczających kompetencji w tym zakresie. Choć sprzedaż była tak daleka od planów, że prawdopodobnie była to kwestia wielu czynników.

Wycena i rekomendacja

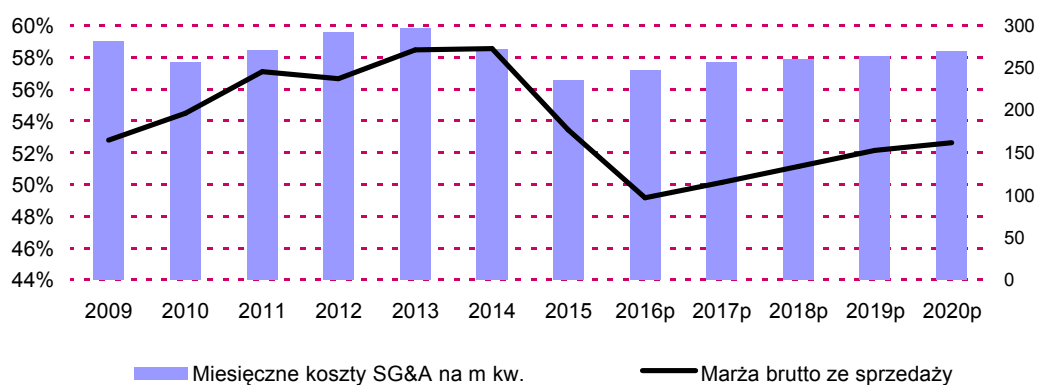
Spółka szacuje, że podatek od sklepów wielkopowierzchniowych będzie kosztował spółkę ok. 40 mln PLN w 2017 r. Poza tym czynnikiem obniżamy naszą wcześniejszą prognozę w związku ze słabszą marżą brutto (obniżamy do 49.2% z 52.5% oczekiwanych wcześniej), wyższym kosztem SG&A (podwyższyliśmy je o 1.8%) oraz odpisem na markę Tallinder. Spowodowało to silną obniżkę naszej prognozy EBITDA z 780.6 mln PLN do 555.6 mln PLN oraz zysku netto z 390.1 mln PLN do 218.7 mln PLN. Wraz z silną obniżką prognoz obniżamy naszą wycenę akcji spółki z 5430 PLN do 3858 PLN oraz utrzymujemy rekomendację neutralnie.

Prognoza przychodów i rozwój powierzchni



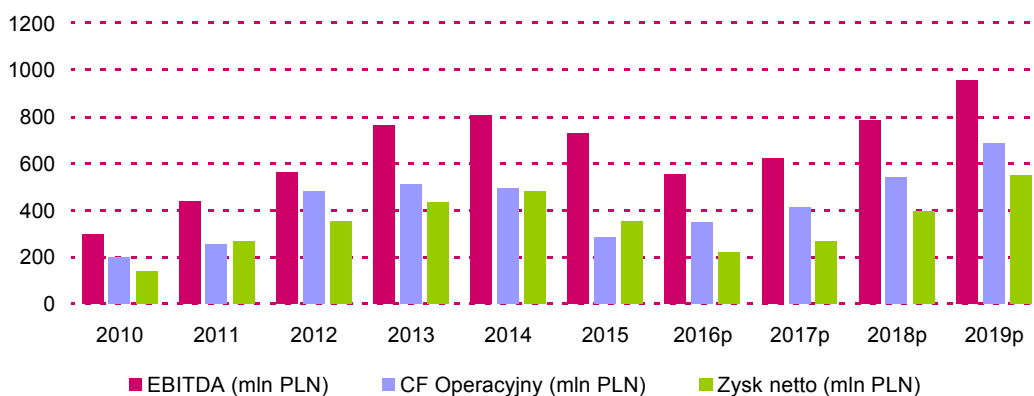
Źródło: LPP SA, Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza marży brutto oraz kosztów SGA



Źródło: LPP SA, Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza zysków i cash flow



Źródło: LPP S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena LPP

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek detalicznych oraz CCC i Vistula Group. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 8854 mln PLN, czyli 4895 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 5106 mln PLN (2822 PLN na akcję). Oba metodom przypisaliśmy wagę po 50% i uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 6980 mln PLN, czyli 3858 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację neutralnie.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	8854	4895
Wycena porównawcza	5106	2822
Wycena spółki LPP SA	6980	3858

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2016-2025,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2025 roku na poziomie 2.9%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0
- ❑ Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2025 na 2.0%,
- ❑ Założyliśmy wzrost powierzchni sieci sklepów w roku 2016 o 9% (zgodnie z prognozą zarządu), a następnie 10% w 2017 r. oraz spadek dynamiki do 6% w 2020 r.
- ❑ Założyliśmy wzrost sprzedaży z m² powierzchni sklepów o 3.5% w 2016 r., 3% w 2017r. oraz 2.5% w latach kolejnych
- ❑ Założyliśmy marżę brutto w roku 2016 na poziomie 49.2% (-4.3 p.p. r/r) i jej odbicie do 50.2% w 2017 r., 51.2% w 2018 r., 52.2% w 2019 r., 52.7% w 2020 r., i 53.2% w latach kolejnych
- ❑ Szacujemy podatek handlowy na poziomie 40 mln PLN w 2017 r.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	>2025
Sprzedaż	5979	6745	7532	8298	9057	9841	10692	11617	12622	13646	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	230	286	411	558	648	745	822	895	974	1055	
Amortyzacja	271	272	276	265	251	233	221	215	214	216	
Inwestycje	-349	-368	-299	-275	-245	-253	-268	-284	-301	-319	
Zmiana kap.obrotowego	-124	-112	-115	-112	-111	-115	-124	-135	-147	-150	
FCF	28	78	272	436	542	611	651	691	740	802	16211
Zmiana FCF		174%	251%	60.1%	24.3%	12.7%	6.6%	6.1%	7.1%	8.4%	2.5%
Dług/Kapitał	8.1%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
Stopa wolna od ryzyka	1.5%	1.5%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	2.5%	2.5%	2.8%	2.9%	3.1%	3.3%	3.4%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%
Koszt kapitału	6.5%	6.5%	6.8%	6.9%	7.1%	7.3%	7.4%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%
WACC	6.1%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	6.9%	7.1%	7.2%	7.4%	7.5%	7.6%
PV (FCF)	24	61	200	298	343	357	352	344	339	338	6822
Wartość DCF (mln PLN)	9475	w tym wartość rezydualna				6822					
(Dług) Gotówka netto	-621										
Wycena DCF (mln PLN)	8854										
Liczba akcji (mln)	1.81										
Wycena 1 akcji (PLN)	4 895										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny spółki LPP na przyjęte założenia

PLN	stopa R_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	4.0%	5.0%	6.0%
	3.5%	3417	3764	4224	4516	5812	7365	10369
	4.0%	3286	3593	3994	4243	5314	6518	8638
	2.9%	3588	3991	4540	4895	6556	8739	13698
	5.0%	3064	3311	3622	3811	4578	5367	6591
	5.5%	2969	3192	3471	3637	4300	4958	5935

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 4895 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy spółki polskie i zagraniczne działające w branży detalicznej. Wartość spółki LPP oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E

Wycena porównawcza do spółek detalicznych

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
CCC SA	CCC	17.6	13.6	11.5	21.1	16.1	13.5	25.6	20.2	14.8
VISTULA GROUP SA	VST	9.8	9.0	8.4	12.4	11.1	10.2	15.6	13.4	11.9
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	HMB	11.5	10.1	9.1	14.7	13.0	11.7	19.5	17.2	15.7
INDITEX	ITX	18.5	16.5	14.8	23.6	20.9	18.7	31.7	28.1	25.2
MARKS & SPENCER GROUP PLC	MKS	5.3	5.1	4.9	9.1	8.7	8.4	9.2	9.0	8.4
URBAN OUTFITTERS INC	URBN	9.1	8.6	7.8	12.9	11.9	10.9	22.3	20.5	18.9
Mediana		10.6	9.5	8.7	13.8	12.5	11.3	20.9	18.7	15.3
Dług netto										
Wyniki spółki (mln PLN)	-406	556	624	783	284	352	507	219	269	395
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)										
		5509	5550	6443	3514	3990	5314	4564	5029	6035
Wycena		5 106								
Wycena na 1 akcję		2822								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki LPP na 2822 PLN.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
przychody netto	4 769.0	5 130.3	5 979.1	6 744.9	7 532.4	8 298.3
Koszty sprzedanych towarów	1 977.1	2 387.5	3 039.6	3 361.5	3 678.6	3 969.7
zysk brutto na sprzedaży	2 791.9	2 742.8	2 939.5	3 383.4	3 853.8	4 328.6
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	2 147.7	2 191.2	2 587.9	2 987.6	3 301.4	3 591.7
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-34.9	-48.5	-67.2	-43.3	-45.5	-47.7
EBITDA	803.0	726.7	555.6	624.3	783.2	954.2
EBIT	609.3	503.1	284.4	352.5	507.0	689.2
saldo finansowe	-149.2	-88.2	-20.9	-20.6	-19.6	-14.8
zysk przed opodatkowaniem	460.1	414.9	263.5	331.9	487.4	674.4
podatek dochodowy	22.2	-62.9	-44.8	-63.1	-92.6	-128.1
zysk netto	482.3	352.0	218.7	268.8	394.8	546.3
EPS	270.8	197.7	122.8	151.0	221.7	306.8

Bilans (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
aktywa trwałe	1 515.4	1 795.8	1 809.0	1 840.6	1 800.1	1 747.3
wartości niematerialne i prawne	315.2	324.5	324.5	324.5	324.5	324.5
rzeczowe aktywa trwałe	1 037.4	1 258.7	1 261.2	1 281.8	1 229.5	1 164.3
inwestycje długoterminowe i rmk	162.8	212.6	223.2	234.4	246.1	258.4
aktywa obrotowe	1 416.5	1 765.9	2 026.7	2 301.0	2 769.6	3 391.1
zapasy	979.8	1 317.6	1 535.7	1 732.3	1 934.6	2 131.3
należności	233.9	151.5	176.6	199.2	222.4	245.1
inwestycje krótkoterminowe	183.5	224.4	238.5	289.7	528.7	926.8
rozliczenia międzyokresowe	19.3	72.4	76.0	79.8	83.8	88.0
aktywa razem	2 931.9	3 561.7	3 835.7	4 141.7	4 569.6	5 138.4
kapitał własny	1 638.7	1 890.5	2 045.4	2 244.0	2 561.6	3 023.0
zobowiązania	1 293.2	1 671.3	1 790.3	1 897.6	2 008.0	2 115.4
zobowiązania długoterminowe	211.1	284.3	284.3	284.3	284.3	284.3
zobowiązania krótkoterminowe	1 082.1	1 387.0	1 506.0	1 613.3	1 723.7	1 831.1
pasywa razem	2 931.9	3 561.8	3 835.7	4 141.7	4 569.7	5 138.4
BVPS	920.2	1 061.6	1 148.6	1 260.1	1 438.5	1 697.6

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
wynik netto	482.3	352.0	218.7	268.8	394.8	546.3
amortyzacja	193.7	223.6	271.2	271.8	276.2	264.9
zmiana kapitału obrotowego	-57.4	-240.1	-124.1	-111.9	-115.1	-112.0
gotówka z działalności operacyjnej	496.8	285.0	351.6	413.7	540.2	682.8
inwestycje (capex)	-563.7	-489.2	-349.2	-367.7	-299.3	-275.2
gotówka z działalności inwestycyjnej	-475.9	-413.8	-273.8	-292.3	-223.9	-199.8
wypłata dywidendy	-169.6	-57.0	-58.8	-58.8	-64.6	-71.1
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
zmiana zadłużenia	186.8	227.9	0.0	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	17.2	170.9	-58.8	-58.8	-63.6	-69.1
zmiana gotówki netto	38.1	42.1	19.1	62.6	252.6	413.9
DPS	93.6	32.0	33.0	33.0	36.3	39.9
CEPS	379.6	323.2	275.1	303.6	376.8	455.6
FCFPS	720.2	609.4	479.5	554.8	630.5	746.1

Wskaźniki (%)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
zmiana sprzedaży	15.9%	7.6%	16.5%	12.8%	11.7%	10.2%
zmiana EBITDA	5.3%	-9.5%	-23.5%	12.4%	25.5%	21.8%
zmiana EBIT	-0.9%	-17.4%	-43.5%	23.9%	43.8%	36.0%
zmiana zysku netto	11.8%	-27.0%	-37.9%	22.9%	46.9%	38.4%
marża EBITDA	16.8%	14.2%	9.3%	9.3%	10.4%	11.5%
marża EBIT	12.8%	9.8%	4.8%	5.2%	6.7%	8.3%
marża netto	10.1%	6.9%	3.7%	4.0%	5.2%	6.6%
sprzedaż/aktywa (x)	1.6	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
dług / kapitał (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0
odsetki / EBIT	3.9%	3.9%	8.9%	7.2%	5.0%	3.7%
stopa podatkowa	4.8%	-15.2%	-17.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
ROE	29.4%	18.6%	10.7%	12.0%	15.4%	18.1%
ROA	16.5%	9.9%	5.7%	6.5%	8.6%	10.6%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-405.8	-621.0	-606.9	-555.7	-316.7	81.4

Źródło: prognozy Millennium DM

Vistula Group

Skonsolidowane wyniki półroczne grupy Vistula

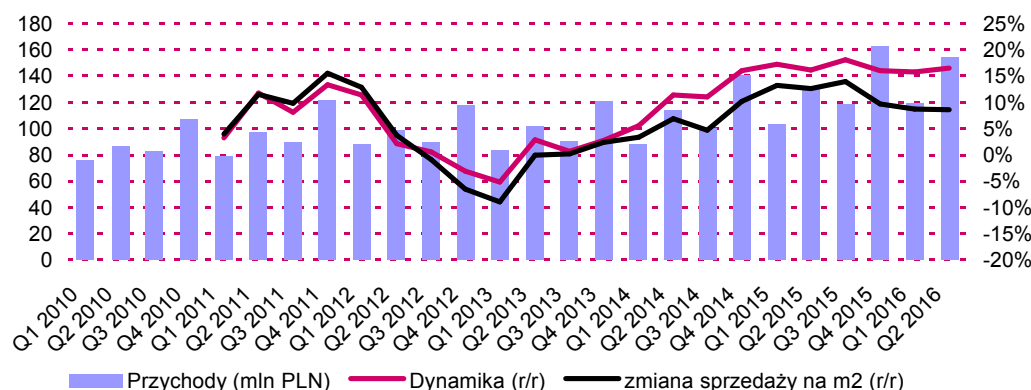
	II kwartał 2016	prognoza Millennium	II kwartał 2015	zmiana (r/r)	I-II kw. 2016	I-II kw. 2015	zmiana (r/r)
Przychody	154.3	154.4	132.5	16.5%	273.8	235.8	16.1%
EBITDA	21.2	22.8	20.4	3.9%	26.3	24.6	6.9%
EBIT	17.7	19.4	17.4	1.7%	19.5	18.6	4.8%
Zysk netto	12.2	14.5	12.1	0.8%	12.1	10.1	19.8%
Marże							
Marża EBITDA	13.7%		15.4%		9.6%	10.4%	
Marża EBIT	11.5%		13.1%		7.1%	7.9%	
Marża netto	7.9%		9.1%		4.4%	4.3%	

Źródło: Vistula Group SA

Dynamiczny wzrost sprzedaży na 1 m²

Od II połowy 2013 roku grupa kontynuuje dodatnie dynamiki sprzedaży na 1m² zarówno w części jubilerskiej jak i odzieżowej. W II kw. 2016 w części odzieżowej było to 12.3%, jednak w części jubilerskiej poziom ten wyniósł już tylko 1.2% (częściowo można to tłumaczyć przesunięciem Świąt Wielkanocnych, gdyż w całym I półroczu wzrost wyniósł 8.5%). Wzrost sprzedaży towarów markowych (czyli wyłączając hurt i przerób) był jeszcze wyższy. Wzrost sprzedaży na m² w I półroczu marki Vistula wyniósł 10% (wpływ marketing z Lewandowskim), Wólczański 23% (główne dzięki Internetowi), a Deni Cler o 15% (udana kolekcja). Tak silnych dynamik trudno oczekiwać w przyszłości. Uważamy, że w kolejnych kwartałach średnia dynamika sprzedaży w grupie zbliży się do 5-6%.

Przychody kwartalne i ich dynamika r/r



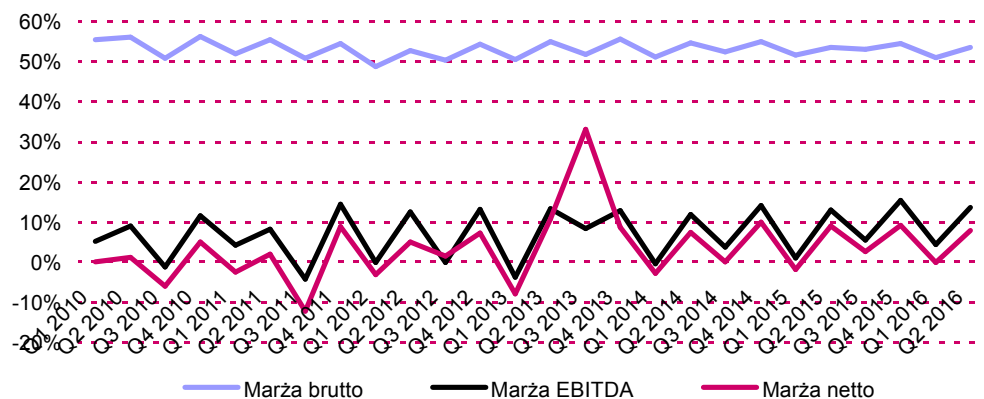
Źródło: Vistula Group SA

Stabilna marża brutto

Marża brutto grupy w ostatnich kwartałach jest relatywnie stabilna (w I kw. -0.7 p.p. r/r, a w II kw. +0.1 p.p. r/r), na co składa się jednak spadek marży w części odzieżowej (-0.5 p.p. w I połowie 2016) oraz wzrost w części jubilerskiej (+0.2 p.p. r/r). W sklepach W.Kruk spółka prowadzi politykę stałej marży, przeliczając zmiany cen surowców na klientów. Natomiast w części odzieżowej, wprowadzenie cen surowców (w tym walut) wpływają na koszty sprzedanych towarów, to jednak 44% kosztów jest w PLN, 27% w EUR, a tylko 21% w USD, gdzie wzrost kursu był najbardziej wyraźny. Dlatego marża brutto jest dużo bardziej odporna na czynniki walutowe niż importerzy z Dalekiego Wschodu jak np. LPP (ok. 90% kosztów denominowanych w USD).

Spółka zapowiada, że marża brutto na sprzedaży w tym roku nie powinna spaść więcej niż 1 p.p. r/r. Biorąc pod uwagę, że w I półroczu marża spadła zaledwie o 0.2 p.p., spółka oczekuje spadku w II półroczu, który nie powinien być jednak większy niż ok. 1.7 p.p. Uważamy, że zarząd w przeszłości był raczej ostrożny w zapowiedziach, dlatego oczekujemy spadku o 0.7 p.p. w całym roku.

Marże brutto, EBITDA i netto w poszczególnych kwartałach



Źródło: Vistula Group SA

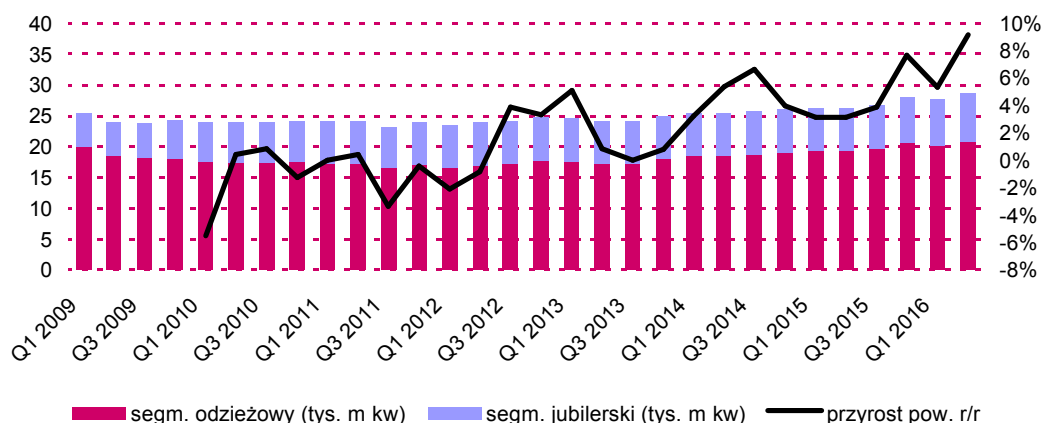
Istotny wzrost kosztów marketingu w I półroczu

W I półroczu 2016 r. koszty marketingu grupy wyniosły 9.2 mln PLN w porównaniu z 4.7 mln PLN rok wcześniej (prawie dwukrotny wzrost). Zarząd zakłada, że w całym 2016 roku nie przekroczą one 3% przychodów, czyli według naszych szacunków wyniosą ok. 18.1 mln PLN. To by oznaczało ok. 9.0 mln PLN w II półroczu 2016 r., w porównaniu z 11 mln PLN II połowie 2015 r. (gdy miała miejsce droga kampania marki W.Kruk). Koszty marketingu powinny więc być ok. 2 mln PLN niższe r/r w II półroczu. Wzrost kosztów marketingu w I półroczu tłumaczy tylko niewielki wzrost EBIT o 0.9 mln PLN r/r w tym okresie (do 19.5 mln PLN vs 18.6 mln PLN rok wcześniej). Gdyby koszty marketingu były na poziomie 3% przychodów, EBIT byłby o 1.8 mln PLN wyższy r/r, a zakładając 2% (tak jak w zeszłym roku) byłby o 4.6 mln PLN wyższy r/r.

Prognoza i rekomendacja

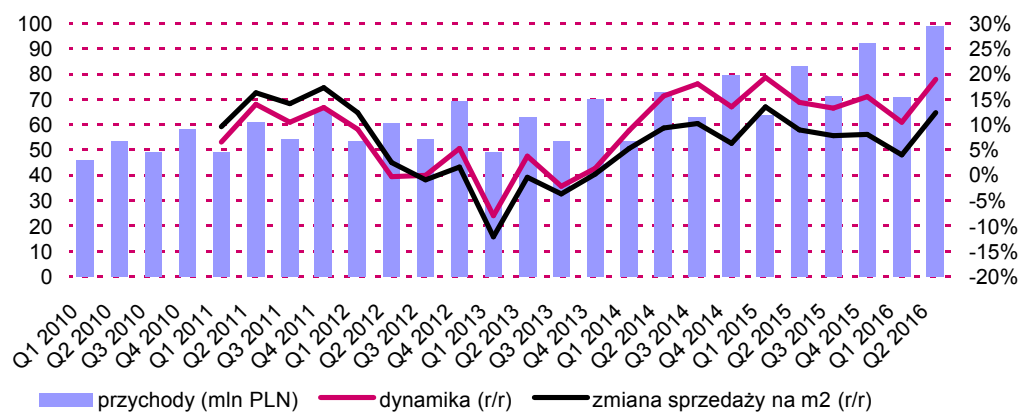
Nasza prognoza na rok 2016 pozostaje na praktycznie tym samym poziomie jak w poprzednim raporcie. Oczekujemy w tym roku wzrostu przychodów o 16.5% do 603.2 mln PLN, EBITDA na poziomie 66.6 mln PLN (+12.2%) oraz zysku netto 35.4 mln PLN (+25.7%). Wzrost zysków w II półroczu będzie zdecydowanie silniejszy niż w I półroczu dzięki znacznie niższym kosztom marketingu (EBITDA powinna wzrosnąć o 15.9% do 40.3 mln PLN, a zysk netto o 29% do 23.3 mln PLN). Szacujemy wpływ podatku handlowego na wyniki przyszłoroczne na poziomie 1.2 mln PLN. Obniżamy naszą wycenę z 3.94 PLN do 3.81 PLN (głównie efekt spadku wskaźników dla spółek porównywalnych oraz nowego podatku handlowego), a po wzroście kursu od ostatniej rekomendacji obniżamy rekomendację z kupuj do akumuluj.

Łączna powierzchnia sieci sprzedaży w poszczególnych kwartałach



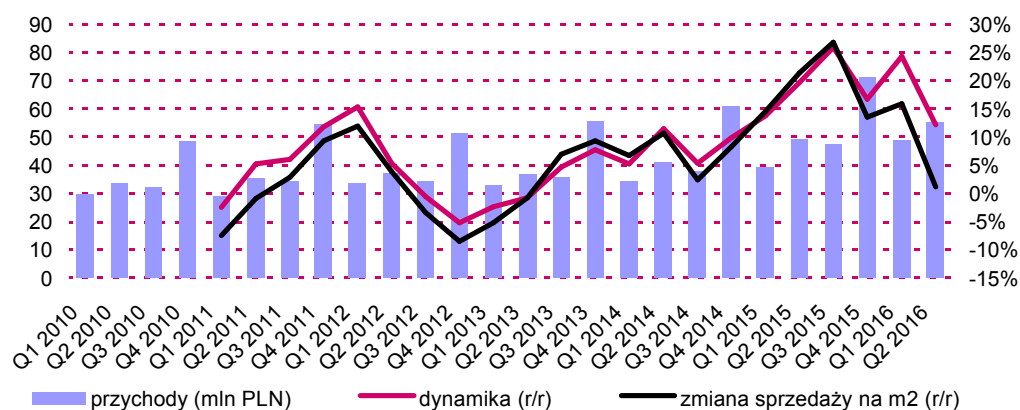
Źródło: Vistula Group S.A.

Przychody i dynamiki w (segmencie odzieżowym)



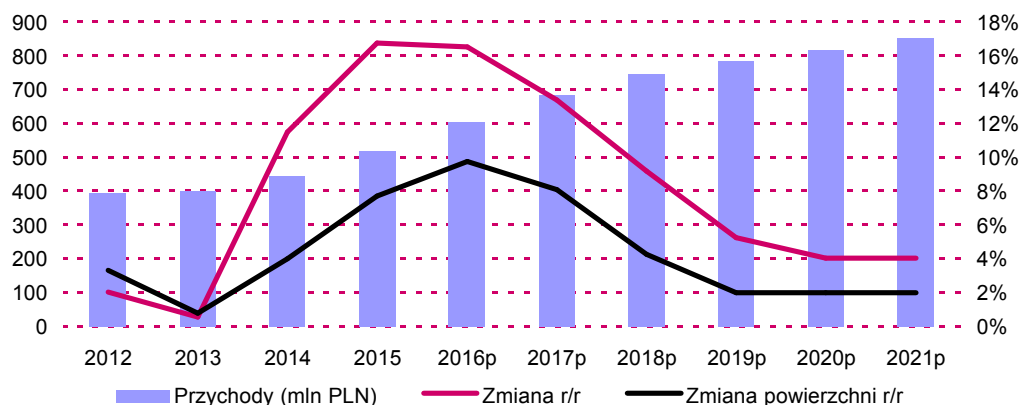
Źródło: Vistula Group S.A.

Przychody i dynamiki w (segmencie jubilerskim)



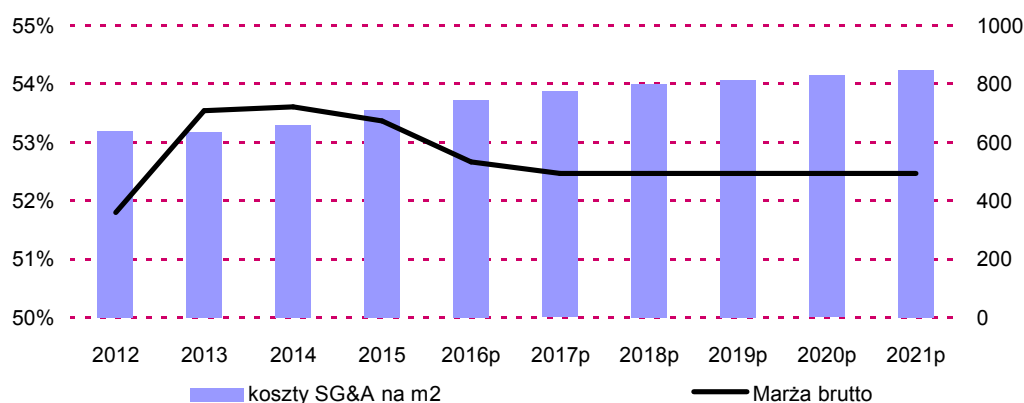
Źródło: Vistula Group S.A.

Prognoza przychodów i rozwoju powierzchni sieci



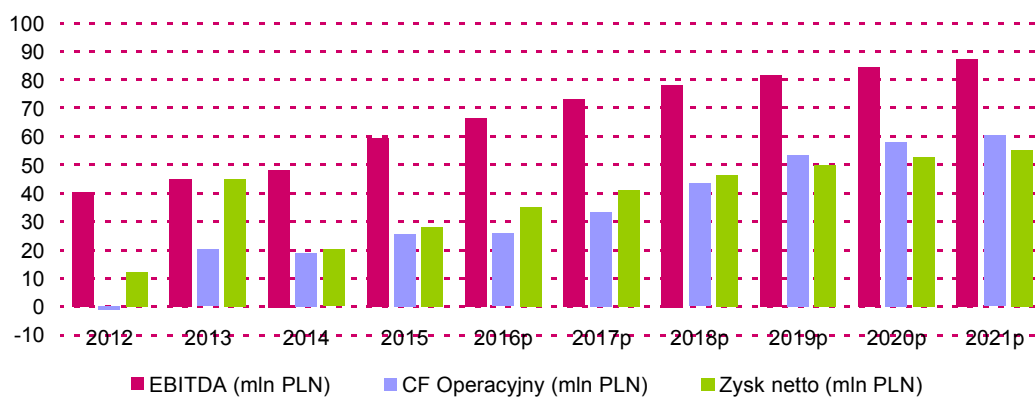
Źródło: Vistula Group S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza marży brutto oraz kosztów SG&A



Źródło: Vistula Group S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza zysków i cash flow



Źródło: Vistula Group S.A., Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena spółki Vistula

Wycenę spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem polskich i zagranicznych spółek z branży handlu detalicznego. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 661 mln PLN, czyli 3.80 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 662 mln PLN (3.81 PLN na akcję). Przypisaliśmy wagę metodzie DCF oraz metodzie porównawczej po 50% i uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 662 mln PLN, czyli 3.81 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną nasza obniżamy naszą rekomendację z kupuj do akumuluj.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	661	3.80
Wycena porównawcza	662	3.81
Wycena spółki Vistula SA	662	3.81

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2016-2025,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2024 roku na poziomie 2.9%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.0
- ❑ Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2024 na 2.0%,
- ❑ W segmencie odzieżowym założyliśmy przyrost powierzchni o 1.8 tys. m² w 2016 (do 22.4 tys. m² na koniec roku) oraz o 1.5 tys. m² w 2017 r. W roku 2018 zakładamy przyrost o 4%, a w kolejnych latach o 2% rocznie
- ❑ W segmencie odzieżowym szacujemy wzrost sprzedaży na m² w 2016 r. o 5.4% w 2016 r. o 4% w 2017 r. , 3% w 2018 r. oraz o 2% w latach kolejnych
- ❑ W segmencie odzieżowym założyliśmy marżę brutto na 52.6% w 2016 r. (-0.8 p.p. r/r), 52.4% w 2017 r. oraz utrzymanie tego poziomu w latach kolejnych
- ❑ W segmencie jubilerskim założyliśmy przyrost powierzchni o 1.0 tys. m² w 2016 (do 8.4 tys. m² na koniec roku), o 0.9 tys. m² w 2017, o 0.4 tys. m² w 2018 r. (5%) oraz 2% w latach kolejnych
- ❑ W segmencie jubilerskim założyliśmy wzrost sprzedaży na m² w 2016 r. o 5%, w 2017 r. o 3% oraz o 2% w latach kolejnych
- ❑ W segmencie jubilerskim założyliśmy marżę brutto na 52.8% (-0.6 p.p. r/r) oraz utrzymanie tego poziomu w latach kolejnych
- ❑ Szacujemy podatek handlowy na poziomie 1.2 mln PLN w 2017 r.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	>2025
Sprzedaż	603	684	747	786	818	851	885	921	958	997	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	42.9	47.6	52.1	54.8	57.0	59.4	61.8	64.2	66.8	69.5	
Amortyzacja	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	
Inwestycje	-16	-13	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14	
Zmiana kap.obrotowego	-23	-22	-17	-11	-9	-9	-9	-10	-10	-11	
FCF	17	27	35	44	48	50	52	55	57	59	1143
Zmiana FCF		55%	29%	27.5%	9.4%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	2.0%
Dług/Kapitał	22%	20%	18%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Stopa wolna od ryzyka	1.5%	1.5%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%
Premia kredytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	3.5%	3.5%	3.8%	3.9%	4.1%	4.3%	4.4%	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%
Koszt kapitału	6.5%	6.5%	6.8%	6.9%	7.1%	7.3%	7.4%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%
WACC	5.7%	5.8%	6.1%	6.3%	6.5%	6.7%	6.8%	6.9%	7.1%	7.2%	7.3%
PV (FCF)	15	21	26	31	31	30	29	28	27	26	498
Wartość DCF (mln PLN)	761	w tym wartość rezydualna					498				
dług netto	-100										
Wycena DCF (mln PLN)	661										
Liczba akcji (mln)	173.9										
Wycena 1 akcji (PLN)	3.80										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny akcji spółki Vistula na przyjęte założenia

PLN	stopa R_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
	3.5%	2.97	3.13	3.31	3.53	3.78	4.10	4.48
	4.0%	2.84	2.98	3.14	3.33	3.55	3.81	4.12
	2.9%	3.13	3.32	3.54	3.80	4.12	4.51	5.00
	5.0%	2.63	2.74	2.87	3.01	3.17	3.36	3.59
	5.5%	2.54	2.64	2.75	2.88	3.03	3.19	3.38

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 3.80 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy spółki polskie i zagraniczne działające w branży handlu detalicznego. Wartość spółki Vistula oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza do spółek detalicznych

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
LPP SA	LPP	14.0	12.4	9.9	27.3	22.0	15.3	32.7	26.6	18.1
CCC SA	CCC	17.6	13.6	11.5	21.1	16.1	13.5	25.6	20.1	14.8
GINO ROSSI SA	GRI	8.3	7.6	6.4	11.4	10.4	8.7	12.7	10.9	9.3
BYTOM SA	BTM	10.2	9.3	9.3	12.7	11.3	10.6	15.4	13.3	13.3
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	HMB	11.5	10.1	9.1	14.7	13.0	11.7	19.5	17.2	15.7
INDITEX	ITX	18.5	16.5	14.8	23.6	20.9	18.7	31.7	28.1	25.2
MARKS & SPENCER GROUP PLC	MKS	5.3	5.1	4.9	9.1	8.7	8.4	9.2	9.0	8.4
URBAN OUTFITTERS INC	URBN	9.1	8.6	7.8	12.9	11.9	10.9	22.3	20.5	18.9
Mediana		10.8	9.7	9.2	13.8	12.5	11.3	20.9	18.7	15.3
Dług netto										
Wyniki spółki (mln PLN)	-100	67	73	78	53	59	64	35	41	47
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)										
		621	609	621	630	633	625	740	771	711
Wycena		662								
Wycena na 1 akcję		3.81								

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki na 3.81 PLN.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
przychody netto	443.4	517.7	603.2	684.0	746.8	786.0
Koszty sprzedanych towarów	205.7	241.4	285.5	325.1	354.9	373.5
zysk brutto na sprzedaży	237.7	276.3	317.7	358.9	391.9	412.4
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	201.5	226.9	262.4	297.3	324.6	341.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0.6	-2.5	-2.4	-2.7	-3.0	-3.1
EBITDA	48.1	59.4	66.6	73.1	78.3	81.7
EBIT	36.8	46.9	52.9	58.8	64.3	67.7
saldo finansowe	-11.3	-11.2	-9.2	-7.9	-6.8	-5.9
zysk przed opodatkowaniem	25.5	35.7	43.8	50.9	57.5	61.8
podatek dochodowy	-5.2	-7.5	-8.3	-9.7	-10.9	-11.7
zysk netto	20.3	28.2	35.4	41.2	46.5	50.0
EPS	0.12	0.16	0.20	0.24	0.27	0.29

Bilans (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
aktywa trwałe	420.2	424.6	426.9	425.8	426.0	426.0
wartości niematerialne i prawne	357.7	357.8	357.8	357.8	357.8	357.8
rzeczowe aktywa trwałe	52.0	57.0	59.3	58.2	58.4	58.4
inwestycje długoterminowe i rmk	12.4	9.3	9.8	9.8	9.8	9.8
aktywa obrotowe	225.1	272.7	329.8	379.7	418.0	435.8
zapasy	196.1	240.6	280.4	317.9	347.1	365.3
należności	14.5	15.2	17.7	20.1	21.9	23.1
inwestycje krótkoterminowe	13.2	15.5	30.3	40.3	47.7	46.0
aktywa razem	645.3	697.3	756.7	805.4	844.1	861.7
kapitał własny	430.6	458.5	493.9	535.2	569.4	586.8
zobowiązania i rezerwy	214.7	238.8	262.8	270.2	274.7	274.9
zobowiązania długoterminowe	109.6	101.1	106.1	95.6	86.2	77.7
zobowiązania krótkoterminowe	105.1	137.7	156.7	174.6	188.5	197.2
pasywa razem	645.3	697.3	756.7	805.4	844.1	861.7
BVPS	2.5	2.6	2.8	3.1	3.3	3.4

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
wynik netto	20.3	28.2	35.4	41.2	46.5	50.0
amortyzacja	11.3	12.5	13.7	14.2	14.0	14.0
zmiana kapitału obrotowego	-11.9	-12.3	-23.3	-22.0	-17.1	-10.7
gotówka z działalności operacyjnej	18.8	25.7	25.9	33.5	43.4	53.4
inwestycje (capex)	-12.7	-14.4	-16.0	-13.1	-14.2	-14.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-12.3	-12.6	-16.0	-13.1	-14.2	-14.0
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-12.4	-32.6
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-12.1	-9.4	5.0	-10.5	-9.4	-8.5
gotówka z działalności finansowej	-11.6	-10.7	5.0	-10.5	-21.8	-41.1
zmiana gotówki netto	-5.0	2.4	14.8	9.9	7.4	-1.6
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.07	0.19
CEPS	0.18	0.23	0.28	0.32	0.35	0.37
FCFPS	0.21	0.28	0.25	0.32	0.38	0.45

Wskaźniki (%)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
zmiana sprzedaży	11.5%	16.8%	16.5%	13.4%	9.2%	5.2%
zmiana EBITDA	7.1%	23.4%	12.2%	9.7%	7.1%	4.4%
zmiana EBIT	9.4%	27.5%	12.9%	11.1%	9.3%	5.3%
zmiana zysku netto	-55.0%	39.0%	25.7%	16.4%	12.8%	7.5%
marża EBITDA	10.9%	11.5%	11.0%	10.7%	10.5%	10.4%
marża EBIT	8.3%	9.1%	8.8%	8.6%	8.6%	8.6%
marża netto	4.6%	5.4%	5.9%	6.0%	6.2%	6.4%
sprzedaż/aktywa (x)	0.69	0.74	0.80	0.85	0.88	0.91
dług / kapitał (x)	0.21	0.18	0.15	0.12	0.09	0.07
odsetki / EBIT	-30.8%	-23.9%	-17.3%	-13.4%	-10.6%	-8.8%
stopa podatkowa	-20.3%	-21.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
ROE	4.7%	6.2%	7.2%	7.7%	8.2%	8.5%
ROA	3.1%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.8%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-111.7	-100.0	-90.1	-69.7	-52.9	-46.1

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Maciej Krefta
+22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Sebastian Siemiatkowski
+48 22 598 26 05
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

Artur Topczewski
+48 22 598 26 59
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse

Analitik
branża spożywcza, handel

Analitik
energetyka i deweloperzy

Analitik funduszy

Analitik funduszy

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec
+22 598 26 90
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Marek Pszczółkowski
+22 598 26 60
marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl

Marcin Czerwona
+22 598 26 70
marcin.czerwona@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +48 22 598 26 99 Tel. +48 22 598 26 00

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
CCC	akumuluj	13 kwi 16	154.0	172.1
CCC	neutralnie	21 sty 16	109.0	116.5
LPP	neutralnie	13 kwi 16	5730	5430
LPP	neutralnie	21 sty 16	5300	5050
Vistula	kupuj	13 kwi 16	3.12	3.94
Vistula	kupuj	21 sty 16	2.72	3.60

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2016 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	1	33%
Akumuluj	1	33%
Neutralnie	1	33%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	0	0%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik z działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.
Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Eurotel, Dekpol, GKS Katowice, Lokum Deweloper, Zamet Industry, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry, Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: Lokum Deweloper, od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank, Getin Holding oraz Benefit Systems w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Domu Maklerskiego S.A. Pomędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili rekomendacje, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym. Prace nad raportem zostały ukończone 22 września 2016 roku o godzinie 13.40, datą rozpowszechnienia jest data raportu, godzina 14.00.

